

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БЕЛОРУССКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Белорусские власти наконец решились приступить к широко-масштабным приватизационным проектам: готовятся к акционированию «Нафтан», «Полимир», гродненское ПО «Азот»; обсуждается возможность прихода нового хозяина на производственное объединение «Горизонт». Разгорается первый приватизационный скандал: пивоваренная компания «Балтика» пытается разобраться, является ли она хозяином минской «Криницы», а если нет, то почему?

И один из самых главных обсуждаемых сегодня вопросов – сколько все это стоит? С одной стороны, белорусские чиновники очень боятся продешевить, ведь например, в России государственные нефтяные компании продавались в среднем в 1000 раз дешевле, чем стоят их западные аналоги (сравнение проводилась исходя из располагаемых запасов нефти (в баррелях) и количества занятых)¹; с другой стороны – если цены завьются, то наша экономика не получит необходимых инвестиций и сотни предприятий в обозримом будущем просто тихо умрут.

Так сколько же стоят наши заводы и фабрики? Как рассчитывается их цена?

Три основных подхода

Классическая теория оценки предусматривает три основных подхода к определению стоимости действующего бизнеса:

1. Оценка по стоимости активов.
2. Доходный – на основе дисконтирования полученной предприятием прибыли, денежных потоков (cash flow), дивидендов по акциям, паям.
3. Рыночный (его еще называют сравнительным) – на основе сопоставления с рыночной капитализацией или продажной стоимостью аналогичных объектов.

В рамках каждого из этих подходов существует огромное количество методов и моделей определения стоимости, и применение

¹ Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М., 1999. С. 246.

любого из них в отношении конкретного предприятия будет иметь свою специфику.

Хотя теория оценки бизнеса, как правило, предусматривает получение ответа не в виде конкретной цифры, а в виде какого-то интервала – «от n млн USD до $(n + m)$ млн USD», данное научно-практическое течение все же имеет определенные принципы, правила и ограничения.

Транснациональные инвестиционные банки и консалтинговые компании в своей деятельности в первую очередь руководствуются американскими стандартами BVS (Business Valuation Standards). Это обусловлено тем, что сегодня именно США является крупнейшим мировым рынком капитала. Кроме того, большинство компаний, занимающие лидирующие позиции в области инвестиционного и финансового консалтинга, имеют американские корни: Deloitte & Touche, Accenture, Pricewaterhouse Coopers, Earnst & Young, Boston Consulting Group, а крупнейшие транснациональные финансовые учреждения Земли в абсолютном большинстве своем держат главную штаб-квартиру также в Соединенных Штатах. Именно через эти и связанные с ними структуры проходят наиболее существенные инвестиционные потоки нашего времени.

Оценка предприятия по стоимости активов

Подход на основе активов (Asset based approach) – общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных непосредственно на исчислении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств² (регламентируется стандартом BVS-IV).

В реальной практике чаще всего применяются четыре метода основанных на «Asset based approach».

1. *Ликвидационная стоимость*. В этом варианте инвестор рассматривает возможность ликвидации оцениваемого предприятия. Иногда это гораздо выгоднее, чем вести бизнес дальше. Бывает, что имущество, отдельные подразделения, бизнес-единицы в сумме стоят дороже, чем сегодняшняя капитализация всей компании. Тогда стоимость предприятия равна сумме, которую можно получить от продажи ее активов, за вычетом ликвидационных расходов (издержки на юри-

² Павловец В. В. Введение в оценку стоимости бизнеса // Сайт «Корпоративный менеджмент» – www.cfin.ru.

дическое сопровождение этой процедуры, оплату услуг ликвидационной комиссии, выходные пособия увольняемым сотрудникам и т. д.).

2. *Стоимость создания аналогичного предприятия.* Если предлагаемое к продаже предприятие стоит дороже, чем строительство еще одного такого же, то тому должна быть очень веская причина: наличие большой и устойчиво контролируемой доли рынка, исключительных прав, технологий, знаний; высокопрофессионального коллектива.

Специфика работы в странах с переходной экономикой очень часто ставит инвестора именно перед таким выбором: купить то, что есть, или создать новый бизнес на ровном месте.

Постсоциалистические предприятия достаточно редко имеют какие-либо преимущества, зато практически всегда обременены устаревшим оборудованием, чрезмерным по численности, недисциплинированным трудовым коллективом, низкокачественной управленческой командой. На приведение всего этого к «капиталистическому стандарту» нужны значительные средства. Именно поэтому приватизационная цена предприятия зачастую выглядит чрезмерно низкой. Из нее просто вычли вышеуказанные расходы. То, что нереформированное предприятие в стране с переходной экономикой будет стоить дешевле создания аналогичного предприятия можно принять за аксиому.

3. *Стоимость чистых активов.* В этом случае цена предприятия равна рыночной стоимости всех его активов за вычетом суммы всех обязательств.

4. *Балансовая стоимость активов.* В ходе приватизации белорусских заводов и фабрик государственные органы, как правило, суммируют балансовую стоимость станков, зданий, транспорта и других материальных активов и считают это ценой предприятия. Часто от потенциального инвестора ожидают еще и погашения долгов предприятия. Как показывает практика, все это только распугивает владельцев капиталов.

Вызывает серьезные сомнения и правильность определения стоимости активов, ведь умножение остаточной стоимости имущества на коэффициент переоценки дает произвольную цифру. Так, исследования, проведенные специалистами Белорусского общества оценщиков на Борисовском заводе пластмассовых изделий, показали, что балансовая стоимость некоторых единиц оборудования выше рыночной на 60-95 %, для других – ниже на 60 %. Некоторые единицы оборудования были оценены экспертами в 6 раз дешевле их остаточной стоимости, в то же время пресловутое оборудование на рынке стоило на

400 % дороже своей остаточной стоимости³. Таким образом, совпадение балансовой стоимости активов белорусского предприятия, рассчитанной на основе цены приобретения и коэффициентов Минстата РБ, с реальной рыночной ценой является случайным событием.

То, что на протяжении года стоимость предприятия в долларовом выражении меняется в зависимости от динамики девальвации белорусского рубля, а реальное положение дел на эту цифру никак не влияет, лишний раз подтверждает, что балансовая стоимость имущества предприятия совсем не обязательно соответствует его цене. Наиболее популярная сегодня в нашей стране методика может дать одинаковую цифру и для полного банкрота, и для завода, который каждые три месяца зарабатывает больше денег, чем стоит все его оборудование. Совершенно очевидно, что цена этих предприятий не может быть одинаковой, даже если остаточная стоимость их оборудования совпадает с точностью до рубля.

Некорректность повсеместного расчета стоимости предприятия на основе этой методики проявилась в ходе переговоров о финансировании Европейским банком реконструкции и развития одного из крупных минских заводов. Гарантацией возврата средств должен был стать переданный ЕБРР пакет акций этого белорусского предприятия. Неразрешимой проблемой оказалось то, что балансовая стоимость производственных мощностей составляет порядка 50 миллионов долларов. Эксперты банка сочли эту цену явно завышенной. Сопоставив объем выпуска, реализации продукции, другие показатели, сравнив эти цифры со сделками по акциям и паям аналогичных предприятий в других странах, они пришли к выводу, что этот завод стоит не более 20 миллионов долларов. То есть белорусская сторона применила метод оценки по стоимости активов, что в данном контексте было совершенно не к месту, а Европейский банк реконструкции и развития – рыночный. В итоге этого чисто теоретического спора наше предприятие не получило денег на развитие производства.

Доходный подход

Девиз инвестиционного банка «Smith Barney» звучит достаточно оригинально: «Мы делаем деньги очень старомодным способом. Мы их зарабатываем». Углубляясь в хитросплетения финансового анализа многие начинают забывать, что средства вкладываются в любой бизнес именно с расчетом на будущие доходы.

³ Трифонов Н. Ю., Игнаткович Г. Н. Оценка технологического оборудования // Бел. экон. журн. 2000. № 3. С. 125.

Доходный подход (income approach) – общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на пресечете ожидаемых доходов⁴ (регламентируется стандартом BVS-VII).

Речь идет о дисконтировании дивидендов, прибыли, денежных потоков, ценовых предпочтений и/или иных поступлений от владения предприятием или его долей.

На самом деле все подходы к оценке бизнеса в конечном итоге обусловлены именно этим подходом. Реальная стоимость активов предприятия зависит именно от способности их приносить доходы своим владельцам, а рыночный (сравнительный) анализ зачастую представляет опосредованное рассмотрение источников дохода: выручки, денежных потоков, клиентской базы.

Увы, в жизни применение доходного метода очень осложнено непрозрачностью финансовых потоков в рамках некоторых компаний, манипуляциями с отчетностью, иррациональным поведением значительной части участников рынка. Анализ финансовых документов зачастую настолько сложен, что экспертное заключение, основанное только на нем, будет сложным и труднопонятным неспециалисту. Но профессионал не имеет права пренебрегать способностью предприятия приносить прибыль.

Дисконтирование денежных потоков ($ДП = \text{прибыль} + \text{амортизационные отчисления}$) может применяться достаточно корректно, если инвестор единолично контролирует предприятие или существует сплоченная группа совладельцев, способных согласованно распределить весь полученный денежный поток.

Если же акции разпылены, а четкая законодательная система защиты прав инвесторов отсутствует, финансовые потоки компании не являются прозрачными, то есть непонятно, кто и куда расходует деньги, то очевидно, что между акционерами будет распределяться часть прибыли, которую захочет им отдать менеджмент или крупный акционер, фактически контролирующий компанию.

Кроме того, прибыль и выплаченные дивиденды вовсе не являются единственным показателем эффективности работы предприятия. Так, АО «ВымпелКом», широко известное своей торговой маркой «БИ-ЛАЙН», в 1999 году получило значительно меньшую прибыль,

⁴ Павловец В. В. Введение в оценку стоимости бизнеса // Сайт «Корпоративный менеджмент» – www.cfin.ru.

чем в 1998, но в то же время стоимость всех акций этой компании поднялась с докризисных 300-400 млн долларов до 1 млрд. Дело вовсе не в иррациональном поведении фондового рынка. Сложившаяся ситуация была результатом корпоративной стратегии «ВымпелКома», направленной на рост рыночной капитализации компании. Сокращение прибыли произошло вследствие того, что средства были направлены на проведение нескольких крупных инвестиционных проектов, которые получили позитивную оценку со стороны большинства аналитиков и владельцев акций.

Но такое поведение далеко не всегда допустимо, и вполне может дать обратные результаты. Перераспределение денежных потоков на любые другие цели за счет средств, которые можно было бы направить на выплату дивидендов, способно вызвать резко негативную реакцию фондового рынка, что означает снижение капитализации компании. В данном примере этого удалось избежать благодаря тому, что до инвесторов была доведена информация о долгосрочных целях «ВымпелКома». Инвестиционные проекты осуществлялись в рамках стратегии повышения стоимости компании, которая позволяла инвесторам получить в обозримом будущем существенные доходы от роста рыночной цены акций.

Миноритарный, мелкий акционер, особенно в стране типа нашей, где рынок капитала де-факто отсутствует, вполне может оценивать свои акции, дисконтируя ожидаемые дивиденды. Если эти бумаги практически нельзя продать или консолидировать крупный пакет из-за полумертвого состояния фондового рынка и моратория на операции с акциями большинства приватизированных предприятий, то как их еще оценивать?

Рыночный (сравнительный) подход

Рыночный подход (market approach) – общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на сравнении данного предприятия с аналогичными уже проданными капиталовложениями⁵. (регламентируется стандартом BVS-VI).

Наиболее авторитетным мнением в сфере оценки бизнеса считаются заключения экспертов крупнейших транснациональных инвестиционных банков, таких как Merrill Lynch, CSFB, ING Barings, ABN

⁵ Павловец В. В. Введение в оценку стоимости бизнеса // Сайт «Корпоративный менеджмент» – www.cfin.ru.

AMRO Bank, JP Morgan и т. д., консалтинговых фирм так называемой «большой пятерки»: Deloitte & Touche, Accenture, Arthur Andersen, Pricewaterhouse Coopers, Earnst & Young, а так же Boston Consulting Group.

Хотя эти специалисты и не пренебрегают затратной и доходной оценкой, используя их в рамках комплексного подхода, приоритет они все же отдают определению цены компании по рыночной методике, на основе стоимости аналогов. Почему это так?

Примером может служить ситуация, сложившаяся вокруг российского ОАО «Новошип» (бывшее Новороссийское морское пароходство). Эта компания владеет имуществом на сумму не менее 500 млн USD, в то же время ее прибыль за 1999 г. составила всего лишь 11,6 млн USD, капитализация – 30 млн, а на выплату дивидендов направлено всего 815 тыс. USD⁶. Цифры явно несоизмеримые: то ли компания очень плохо управляется, то ли топ-менеджмент не желает делиться прибылью с акционерами и уводит ее в «тень».

Сколько же на самом деле может стоить «Новошип», если выкупить его и навести порядок в сфере управления? Сколько средств целесообразно затратить на захват контроля над компанией?

Эксперты сравнили ОАО «Новошип» с норвежской судоходной компанией «Frontline». Эта скандинавская фирма имеет несколько меньше кораблей, чем новороссийское пароходство (63 против 77), но их суммарное водоизмещение несколько больше. Так вот, капитализация «Frontline» – 1,2 млрд USD, годовая прибыль – 314 млн USD. Даже если «Новошип» из-за того, что он зарегистрирован в России, будет оценен в 10 раз дешевле, его капитализация все равно занижена в 4 раза.

Приведенная сравнительная оценка пароходства на основе дедвейта ее судов – пример использования соотношения капитализации и физического количества приносящих прибыль активов компании. Аналогичный прием применяется в отношении нефтяных компаний. В ходе определения их стоимости обязательно учитываются объем и качество подконтрольных им запасов «черного золота».

В отношении предприятий сотовой связи часто используется другая сравнительная методика: «цена» одного абонента. Так крупнейшая российская компания сотовой связи – ОАО «Мобильные ТелеСистемы» имеет примерно 2,6 млн абонентов, а стоимость всех ее акций составляет 3120 млн USD. Для ОАО «ВымпелКом» (торговая

⁶ Столяров Б. Флот на предъявителя // Ведомости. № 51 (374). 2001 С. Б1.

марка «БИ-ЛАЙН») эти показатели равны 2,6 млн пользователей и 1300 млн USD соответственно, для петербургского АО «Северо-Западный GSM» – 0,82 млн и 709,3 млн USD, для ЗАО «Кубань GSM» – 0,39 млн и 140 млн USD соответственно. В этом случае говорят, что один абонент «Мобильных ТелеСистем» «стоит» 1200 USD, абонент «ВымпелКома» – 650 USD, АО «Северо-Западный GSM» – 865 USD, ЗАО «Кубань GSM» – 357 USD.

Таблица 1

«Стоимость» абонента компаний сотовой связи

Компания	Количество абонентов	Цена компании млн. USD	«Цена» абонента
ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	2600000	3120	1200 USD
ОАО «ВымпелКом»	2000000	1300	650 USD
Холдинг «Телекоминвест»	1000000	1000	1000 USD
АО «Северо-Западный GSM»	820000	709,3	865 USD
ЗАО «Кубань GSM»	390000	140	357 USD

Применение такой методики основано на том, что, покупая мелкие региональные фирмы, сотовые холдинги приобретают право на получение платежей за услуги связи от абонентов. И чем больше в среднем, получает компания от своего абонента, тем дороже этот абонент стоит.

Так, среднестатистический абонент ОАО «Мобильные ТелеСистемы» за время своего сотрудничества с этой компанией приносит ей 1700 USD выручки, в то время как «ВымпелКом» получает с типичного пользователя сети «БИ-ЛАЙН GSM» 900-1200 USD. Кроме того, у последней компании есть еще огромное количество клиентов, подключенных по системе «pre paid». Они характеризуются низкой лояльностью, чаще других меняют компанию оператора и за время своей активной жизни в сети приносят «ВымпелКому» в среднем всего 100 USD⁷. Отсюда и относительная «дешевизна» клиентской базы данной компании.

Данный метод интересен еще и тем, что он применим в белорусских условиях. Используя его, можно подсчитать, что справедливая рыночная стоимость всех акций ЗАО СП «Мобильная цифровая связь», известного своей торговой маркой «Velcom» лежит в пределах от 46,41 млн. USD до 112,450 млн. USD.

⁷ Борейко А. С предоплатой // Ведомости. 2002. № 29 (592). С. Б5.

Откуда взялась эта цифра? «МЦС», согласно обнародованным данным, имеет не менее 130 тыс. клиентов. По структуре своего бизнеса оно ближе к крупным региональным российским операторам типа ЗАО «Кубань GSM» и «Северо-Западный GSM», чем к федеральным холдингам типа «МТС», «ВымпелКома» или «Телекоминвеста». Кроме того, белорусский оператор сети GSM так же является закрытым акционерным обществом.

Умножив «цену» одного абонента «Кубань GSM» и «Северо-Западного GSM» на количество клиентов «Мобильной цифровой связи» мы получим вышеприведенные цифры.

Впрочем, учитывая скорость роста числа пользователей сети СП «МЦС», есть все основания ожидать, что эта цифра в течение года может увеличиться в разы. Белорусский рынок сотовой связи еще не дошел до того пика, который к настоящему моменту уже преодолели Москва и Петербург, а это говорит о блестящих финансовых перспективах все того же обладателя торговой марки «Velcom».

А когда речь идет о приобретении динамично развивающейся сотовой компании, у которой число абонентов в перспективе может значительно вырасти, то применяется еще одна сравнительная методика: «стоимость 1 человека на охваченной лицензией территории». Как показала практика формирования российского холдинга «Телекоминвест», каждый миллион человек, проживающий на охваченной лицензией территории, «стоит» 2,59 млн USD.

Но при покупке ОАО «Телеком XXI», за фирму, охватывающую лицензией и сетью GSM территорию с населением 14 млн человек, было уплачено 50 млн USD, то есть 3,57 млн USD за каждый миллион жителей подконтрольной территории. Оценка «МЦС» по такой методике находится в пределах от 25,9 млн USD до 35,7 млн USD.

Но эта цифра явно слишком занижена, ведь только клиентская база «Velcom» стоит больше 46 млн долларов.

Впрочем, в рамках рыночного подхода есть и менее изощренные методики. Например, расчет стоимости паев или акций предприятия на основе информации о предыдущих сделках с ними и предложений об их покупке. Так, например, известно, что Европейский банк реконструкции и развития приобрел 12 % акций минской фабрики «Милавица» за 966000 USD⁸. Исходя из этих данных, нетрудно посчитать, что это предприятие стоит 8050000 USD.

⁸ ЕБРР стал производителем белья // Ведомости. 2001. № 49 (372). С. Б5.

Достаточно широко в рамках рыночного подхода применяются методики, основанные на сравнении финансовых показателей аналогичных предприятий: выручки, прибыли, денежных потоков. В этой части «market approach» пересекается с доходным подходом. Здесь очень важно обратить внимание на то, что речь идет именно об аналогичных предприятиях. Допустимо сравнение только предприятий одной и той же отрасли, обладающих сопоставимыми техническими возможностями и действующими в схожих условиях. Финансовые показатели металлургического завода бесполезно сравнивать с показателями кондитерской фабрики, а АО «АвтоВАЗ» – с «General Motors», так как полученные коэффициенты не могут быть использованы в ходе оценки стоимости этих предприятий.

Операции с паями и пакетами акций

Существенно различается оценка всей компании целиком, контрольных, блокирующих и миноритарных долей в ней. Стопроцентный контроль над бизнесом всегда дает инвестору больше возможностей, чем владение его отдельным паем или акцией. А потому каждая акция в рамках стопроцентного пакета всегда стоит дороже, чем в «распыленном» состоянии, когда она продается в составе более мелкой доли.

Существенный разрыв между стоимостью акции, входящей в незначительный пакет, и акции, входящей в пакет дающей возможность контроля над всей компанией, существует даже в странах с развитым фондовым рынком и устоявшимися нормами ведения бизнеса. Надбавка к цене каждой акции при продаже ее в рамках контрольного пакета относительно ее рыночной цены существенно различается в разных странах: в Великобритании это в среднем 13,3 %, в Канаде – 23,3 %, в Швейцарии – 27 %, в Израиле – 45,5 %, в Италии – 81 %⁹.

Отмечается устойчивая тенденция: чем крупнее пакет и чем большее количество имущественных и неимущественных прав дает обладание им, тем дороже он стоит. По данным американского исследователя Л. Зингалеса, при продаже на фондовом рынке США даже неконтрольного пакета акций, дающего больше неимущественных прав и возможностей влиять на управление компанией, каждая ценная

⁹ Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes // QJE. V. 110. 1995. P. 1051.

бумага стоит в среднем на 10,5 % дороже, чем когда она реализуется вне такого пакета¹⁰.

На этом фоне широкое применение белорусскими властями практики введения «золотой акции» в рамках АО с долей государственного капитала выглядит несколько странным. Такими действиями они наносят существенный ущерб всем акционерам – в том числе и себе. Введение «золотой акции» существенно уменьшает стоимость доли принадлежащей государству, ставит под сомнение возможность ее успешной продажи в ходе приватизации.

¹⁰ Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes // QJE. V. 110. 1995. P. 1049.